

Du contrôle à la libéralisation de change au Maroc

Dr. Faouzi BOUSSEDRA, Université Chouaib Doukkali, Maroc.

Résumé: Le Maroc, qui a commencé le processus de libéralisation depuis la dernière loi bancaire de 2014, cherche à développer les opérations de change au profit de tous les opérateurs avec l'étranger. Ce processus qui a commencé par réformer le système financier marocain, avait pour finalité de restructurer et adapter le système financier marocain aux nouvelles exigences du 21^{ème} siècle. Ces réformes ont, certes, contribué au développement de nouveaux marchés, de nouveaux produits et de nouvelles activités, mais qui restent inachevées et tributaires de l'environnement économique marocain.

Le développement du marché des changes marocain ne nécessite peut être pas, dans l'immédiat, la mise en place d'une convertibilité totale du MAD, mais surtout de nouvelles mesures de libéralisation des opérations de change en particulier et une libéralisation des marchés de capitaux en général

Mots clés: change, marché de changes, libéralisation.

المخلص: بدأت المغرب في عملية التحرير منذ صدور قانون البنوك الأخير من عام 2014، وهي تسعى إلى تطوير معاملات الصرف الأجنبي لصالح جميع المتعاملين مع الدول الأجنبية. وقد بدأت هذه العملية مع إصلاح النظام المالي المغربي، وكانت تهدف إلى إعادة هيكلة النظام المالي المغربي وتكييفه مع المتطلبات الجديدة للقرن 21. وقد ساهمت هذه الإصلاحات في تطوير أسواق ومنتجات وأنشطة جديدة، ولكن تظل غير مكتملة وتعتمد على البيئة الاقتصادية المغربية.

يتطلب تطوير سوق الصرف الأجنبي المغربي والذي لا يبدو أنه ممكناً في المستقبل القريب، اعتماد التحويل الكامل للدرهم وزيادة تحرير عمليات الصرف الأجنبي وعلى وجه الخصوص تحرير أسواق رأس المال على العموم.

الكلمات المفتاحية: الصرف، سوق الصرف، التحرير.

Introduction: Le Maroc a mis en œuvre dès 1983, dans le cadre de l'application du programme d'ajustement structurel, une série de mesures qui concernent notamment la fiscalité, la libéralisation du commerce extérieur et par la suite, à partir de 1993, la réforme du système financier (la loi bancaire de 1993, la réforme du marché boursier de Casablanca, réforme du marché monétaire, l'adhésion à l'article VIII des statuts du fonds monétaire international et l'institution d'un marché des changes). En effet, le système financier marocain a subi plusieurs modifications et transformations qui ont pour objectif de promouvoir progressivement la désintermédiation au sein de l'ensemble de l'appareil économique et financier (Mohamed Benjelloun, 1997, p: 14 9). En outre, parmi les objectifs de la réforme u système financier est d'avoir des marchés des capitaux efficient, attractifs et qui répondent aux besoins des différents agents économiques pour mieux promouvoir l'investissement, le commerce extérieur, les placements, la consommation etc. Le marché des changes, qui est une composante essentielle des marchés de capitaux, a été mis en place dans cette optique de réforme et

de modernisation du système financier marocain ainsi que pour promouvoir l'économie marocaine.

Daly (2007) analyse les régimes de change dans les pays émergents à travers quatre déterminants. Il s'agit de la théorie des zones monétaires optimales, le triangle d'incompatibilité de Mundell, la variable de péché original et la résistance à la flexibilité monétaire. La résistance à la libéralisation des opérations de change n'est pas nouvelle, surtout que l'hypothèse bipolaire concerne plusieurs pays pour rendre les opérations de change flexible. Les travaux de Calvo et Reinhart (2002) montrent qu'il y a une différence entre la déclaration et l'application de la libéralisation monétaire.

L'accélération du processus de mondialisation et de libération à l'échelle internationale a incité les autorités monétaires marocaines à modifier les techniques de change et à les moderniser, ce qui a été à l'origine de la mise en place d'un marché des changes au Maroc. Les autorités monétaires marocaines ont donc réformé les opérations de change grâce essentiellement à l'institution de la convertibilité du dirham, qui a marqué la fin du contrôle total des changes, et à la mise en place d'un marché des changes, qui a mis fin au monopole de la banque centrale en matière de cotation du dirham et de la gestion de réserves en devises.

Depuis sa mise en place, le marché des changes marocain n'a cessé de se développer, et ce grâce au processus de déréglementation appliqué par les autorités monétaires. En effet, vingt années d'existence du marchés des changes marocain ont permis de développer plusieurs opérations de change relatives aux transactions commerciales et aux opérations financières, ce qui a fait multiplier la volume quotidien des transactions de change sur ce marché par 6,4 passant de 21,6 millions en 1996 à 138,7 millions en 2015. Ceci est expliqué par la mise en place des transformations qui concernent le délai de couverture contre le risque de change, la possibilité, pour les banques commerciales, de réaliser des opérations de cross et d'effectuer des opérations de placement avec des banques étrangères....

Un nouveau métier, le cambisme international, s'est introduit progressivement dans la structure et l'organisation des différentes banques de la place, ce qui a entraîné l'institution d'un nouveau département, à savoir la salle des marchés, et par conséquent de nouvelles ressources financières pour les banques. Ces salles de marchés ont été dotées de moyens logistiques les plus modernes et gérées par des équipes formées pour ce nouveau métier.

D) L'évolution du contrôle de change au Maroc.

Le contrôle des changes, mis en place au Maroc par la France en 1939, avait pour objectif d'assurer la mobilisation de l'intégralité des ressources au Maroc en devises au profit du Trésor français. Ce contrôle, qui s'est perpétué même après l'indépendance, avait, cette fois-ci d'autres finalités et objectifs intermédiaires qui répondent aux besoins de l'économie marocaine. Dans un environnement économique international caractérisé par le libéralisme, ce contrôle des changes s'est avéré inadapté à la nouvelle économie de marché et aux mesures libérales mises en place au MAROC depuis le début des années 1980. Sous l'effet conjugué de la déréglementation des opérations de change et de la libéralisation de commerce extérieur, le Maroc a pu adhérer à l'article VIII des statuts du Fonds Monétaires International en 1993. De ce fait, le contrôle des changes a été diminué au profit des mesures plus libérales et plus adéquates au nouveau contexte économique (national et international).

Le contrôle institué au Maroc a connu 2 périodes distinctes. La première a été marquée par son institution par la France en 1939 sur les opérations avec les pays extérieurs à la zone franc. Il était une transposition de ce qui a été instauré en France et dans toute la zone franc. Il était très restrictif et visait à privilégier le plus possible l'intégration de l'économie marocaine dans les circuits de l'économie française. Le processus de libéralisation, mis en place par les autorités monétaires marocaines, a été couronné, en janvier 1993, par la souscription aux obligations prévues par l'article VIII des statuts du Fonds Monétaire International. La mise en place de la convertibilité de dirham marocain a diminué sensiblement les champs du contrôle des changes, ce qui a été bénéfique pour les différents opérateurs avec l'étranger. Pratiquement toutes les opérations de change ont été déléguées par l'Office des Changes et la banque centrale marocaine aux différentes banques intermédiaires agréées de la place.

Une convention a été signée, en 1920, entre le trésor français et la Banque d'Etat du Maroc, pour mieux appliquer et protéger la politique française de change au Maroc. Cette convention a adopté trois mesures importantes :

- 1) La convertibilité totale entre le franc français et le franc marocain ;
- 2) Une parité fixe entre les deux monnaies : 1 franc français = 1 franc marocain ;
- 3) Un compte d'opérations servant de support comptable aux transactions monétaires entre les deux pays. Ce compte enregistre toutes les opérations effectuées entre le Maroc et l'extérieur.

Le compte d'opérations a été instauré pour apporter une assistance financière au Maroc dans ses opérations avec l'étranger et de lui assurer une couverture suffisante étant donné la faiblesse de ses réserves en devises et en or. Au contraire, c'est le Maroc qui a assuré pour une partie la couverture de la France des ses transactions avec l'étranger. En effet, le gain en devises que se procurait le Maroc bénéficiait à la France, puisque ce gain était déposé auprès du trésor français et que la France n'était pas obligée de le régler au Maroc par un prélèvement sur ses réserves en devises ou en or, l'opération se réalisait uniquement par une écriture au crédit du compte d'opérations, lequel dégageait la plupart du temps un excédent en faveur du Maroc durant les années 1940 et 1950.

Le contrôle des changes appliqué au Maroc par la France avait pour objectif principal d'interdire les sorties de capitaux vers d'autres pays et par conséquent de financier le Trésor français. Ce contrôle des changes s'est perpétué même après l'indépendance mais avec des instruments et des objectifs très différents.

Au lendemain de son indépendance, le Maroc a mis en place une nouvelle série de mesures, tout en préservant le contrôle des changes, lui permettant de rétablir sa souveraineté monétaire et financière ainsi que celle relative au en créant dans un premier temps le Dirham marocain en 1959 et la suppression du fameux compte d'opérations dans un deuxième temps. Après une première étape (1959-1970) marquée par une politique protectionniste et restrictive, la deuxième phase (1970-1982) a été marquée par une légère libéralisation qui a touché notamment les investissements étrangers, mais qui a été caractérisée par une détérioration très sensible des avoirs extérieurs du Maroc, du taux de couverture, de la volatilité des taux d'intérêt et de change, de la sécheresse, de l'augmentation du prix du pétrole et de l'augmentation du poids de la dette. Le contrôle des changes devait s'adapter à la nouvelle situation à savoir le passage du régime de changes fixes au régime de changes flexibles. Ainsi, plusieurs mesures restrictives ont été prises, certaines d'entre elles ont été jugées excessives, contraignantes et draconiennes.

Le tableau suivant illustre l'évolution de la balance commerciale du Maroc entre 1960 et 1982. Cette évolution est caractérisée par l'augmentation, certes du volume des échanges extérieurs, mais avec un déficit important de la balance commerciale du Maroc et une baisse considérable du taux de couverture.

Tableau n°1 : l'évolution de la balance commerciale du Maroc 1960-1982.

Les années	1960	1964	1973	1977	1982
Importations CAF (MDH)	2086	2327	4684	14401	26000
Exportations FOB (MDH)	1792	2185	3746	5860	12440
Déficit commercial (MDH)	-294	-142	-938	-8541	-13560
Taux de couverture(%)	86	94	80	41	48

Source: Elaboré par nous même

Le contrôle de change institué par la France s'est avéré efficace pour alimenter le trésor français, il l'était également pour le Maroc, après l'indépendance, pour prohiber la fuite des capitaux. Seulement au fil des années, ce contrôle s'est avéré inadapté au nouveau contexte international. En effet, les années 80 et 90 ont été marquées par la déréglementation et la libéralisation de change,

II) Les facteurs déterminants de la mise en place du marché des changes marocain.

La majorité des pays développés a commencé à instaurer leur marché des changes après la deuxième guerre mondiale, tandis que la plupart des pays en voie de développement n'ont mis en place leur marché des changes qu'à partir de la dernière décennie. En effet, le Maroc, n'a mis en place son marché des changes qu'en 1996, décentralisant ainsi les opérations de change au profit des banques. Seulement, il a nécessité, au préalable, plusieurs procédures et étapes préparatoires à la création du marché des changes. Ces procédures se manifestent par des facteurs internes et externes importants. Les premiers qui sont relatifs à la mondialisation et à la globalisation financière et les facteurs internes se manifestent par l'adhésion du Maroc au GATT en 1987 et à l'article 8 des statuts du FMI et aussi à travers la réforme du système financier de 1993.

Les données de la banque des règlements internationaux (BRI, 2014) (85ème rapport annuel de la BRI, 2015) montrent que le volume des transactions sur les marchés des changes s'est élevé à 4637 milliards de dollars par jour (moyenne quotidienne), tous produits et compartiment du marché des changes confondus : marché au comptant, à terme, futures et options, soit une croissance de près de 105% par rapport à l'année 1995. Plusieurs phénomènes ont accentué l'instauration et le développement des marchés de changes, tout d'abord la suppression du contrôle des changes par la

plupart des pays développés, la mise en place de la convertibilité pour la majorité des pays en voie de développement et l'extraordinaire progrès en matière de technologie et des télécommunications et en fin la diversité des produits offerts par les différentes salles des marchés des plus importantes banques internationales.

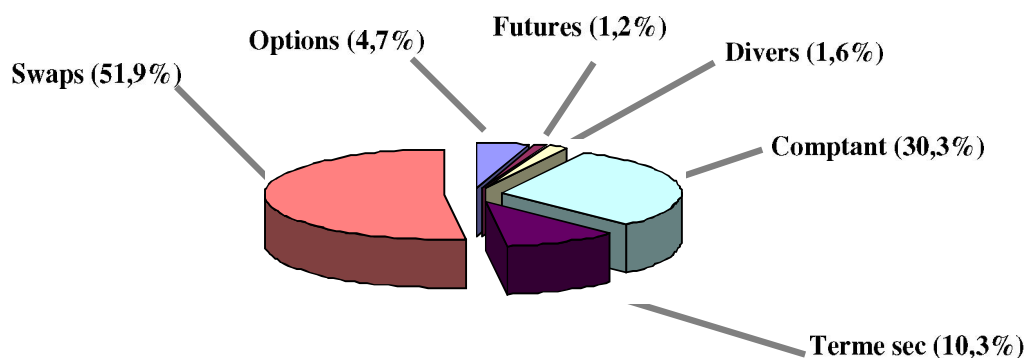
Dans ce nouvel environnement international, caractérisé par le libre échange et la déréglementation des systèmes financiers, le Maroc a cherché, depuis la mise en place du PAS, à s'insérer dans ce mouvement, en mettant en place plusieurs réformes, Ces réformes avaient pour objectif de libéraliser le commerce extérieur, de réorganiser le système fiscal et de déréglementer le système monétaire et financier.

L'activité quotidienne sur le marché des changes représente plus de 100 fois le volume journalier du commerce international. Le marché le plus actif est celui de Londres (18%), suivie de New York (15%), de Tokyo (9%), et de Zurich et Singapour (5%). Toutes les autres places réunies ne représentent que 38% du volume global des transactions. Plusieurs phénomènes ont contribué au développement et à la transformation de ce marché (M. DEBEAUVAIS et Y.SINNAH, 1992, p: 21):

- La déréglementation et la désintermédiation qui a permis de fructifier les transactions et élargir le champ d'action des différents acteurs du marché des changes ;
- Le développement des technologies et des moyens de télécommunications a facilité l'interconnexion entre les différentes salles des marchés, et ce en accroissant le volume, la rapidité et la sécurité des transactions ;
- L'accélération du processus d'innovations financières visant à mieux maîtriser les risques les risques liés aux opérations de change et aux opérations monétaires et à mieux gérer les placements en offrant pour chaque type de placement un produit intéressant en terme de liquidité et de sécurité.
- Le passage du régime de change fixe au régime de change flexible.

Les banques commerciales ont instauré des salles de marchés (dealing room) pour effectuer toutes les transactions liées aux opérations de change. Les traders mettent à la disposition de leur clientèle toute une gamme de produits de change et de trésorerie. Ces produits sont très divers et changent constamment suivant ainsi les besoins incessantes des opérateurs.

Graphe n°1 : la répartition des instruments financiers sur les MDC.



Source : BRI 2015

Dans cet environnement international qualifié de tumultueux, le Maroc a réformé son système monétaire et financier et a créé son marché des changes pour adapter son système financier international. A travers ces mesures, le Maroc cherche à mieux se positionner sur l'échiquier international.

La structure du panier traduisait, au départ, la configuration géographique des relations économiques extérieures de Maroc, il s'agit donc des monnaies les plus utilisées pour libellé des règlements du Maroc avec l'étranger. Ce panier dont la détermination du taux de pondération attribué à chaque devise qui compose le MAD reste inconnue au public. Il a servi à définir le dirham durant les conjonctures distinctes et avec des politiques monétaires différentes. Depuis la création du MAD aucun réaménagement n'est intervenu au niveau de sa valeur externe entre octobre 1959 et décembre 1980. Ce n'est que dix années près, en mai 1990, que le même panier connaîtra une dévaluation de 9,25% (Lors de ce réaménagement, le CHF a été supprimé du panier).

Avant la mise en place de l'ajustement technique relatif à la composition du dirham survenu le 25 avril 2001, les exportateurs, en particulier, ont sollicité les autorités monétaires à procéder à une dévaluation de 10%. Le FMI avait à son tour insisté pour une dévaluation entre 15 et 20%, puisque le MAD s'est apprécié de 21% en valeur effective réelle entre 2004 et 2011 (Jbili A., 2003, p: 30).

Quand les autorités monétaires avaient opté pour une dévaluation de 5%, la CGEM avait déclaré que cette dévaluation n'allait pas atteindre les objectifs escomptés puisque la baisse de l'euro effacera ce réaménagement du panier, chose qui n'est pas survenue puisque la valeur de l'euro n'a pas baissé au-dessous de 10MAD. La correction technique du 17 Février 2004 a gardé dans le panier que deux devises à savoir l'Euro (60%) et l'USD (40%), ce qui correspond la structure du commerce extérieur marocain.

III) La décentralisation des opérations de changes au Maroc.

Cette nouvelle structure s'inspire des pratiques internationales, notamment celle du marché des changes français, mais elle prend en considération les caractéristiques et les particularités de l'économie marocaine. Les circulaires de Bank Al-Maghrib et de l'Office des changes organisent les transactions de change autour de la responsabilité des banques de la place, seuls opérateurs habilités à intervenir et çà coter le MAD contre les autres devises et les devises contre devises sur le marché des changes marocain. Les courtiers, les banques off-shore, les grandes entreprises dont les multinationales (Au Maroc, contrairement aux pays développés ces acteurs ne possèdent pas de salles des marchés et ils doivent passer nécessairement par les BIA pour effectuer toutes les opérations de change) ne sont pas autorisées ni à effectuer le cross ni à coter la monnaie domestique contre les autres devises internationales come c'est le cas dans les marchés des changes des pays développés. Des moyens logistiques et humains ont été déployés par les différents intervenants de la place pour mieux réussir l'instauration du marché des changes marocains.

Le marché marocain des changes a été mis en place le 03 Juin 1996, et depuis il n'a cessé de se développer. En effet, il a connu des changements quantitatifs, relatifs aux volumes des transactions effectuées sur les différents compartiments, et qualitatifs qui se manifestent par la mise en place de plusieurs mesures libérales, qui ont été à l'origine de la déréglementation de plusieurs opérations de change. Le développement de ce marché nécessite la prise en considération de plusieurs variables, ces dernières peuvent être endogènes ou exogènes à ce marché Ces facteurs concernent d'un côté

l'organisation et le fonctionnement de ce marché, tel que la structure de ce marché, le volume et la nature des transactions et d'un autre côté le rôle des intermédiaires à travers la structure interne du marché, la formation des cambistes, l'accès à l'information et le développement des opérations avec l'étranger etc. Dans cet environnement, l'Etat, à travers sa politique monétaire, peut favoriser ou défavoriser le développement du marché des changes. En effet, et dans le contexte actuel, un marché des changes ne peut être libéralisé et développé que si les autorités monétaires marocaines se désengagent et dérèglent les opérations de change. Son action se manifeste à travers plusieurs instruments et décisions relatifs à la fiscalité, aux instruments de la politique monétaire (taux d'intérêt, taux de change, d'open market ...), à la cotation des devises, à la réglementation ainsi qu'aux choix de la pondération des monnaies qui constituent le panier du MAD.

Le Maroc, comme la Tunisie, lors de la mise en place des marchés des capitaux, s'est inspiré de l'expérience française. La comparaison a pour objectif de savoir, d'une part, comment et à quel degré le Maroc s'est inspiré de l'expérience française, D'autre part, cette comparaison permettra de mieux analyser et apprécier le développement du marché des changes marocain par rapport à un marché de référence. Plusieurs critères, ont été choisis en fonction de leurs pertinences et de la disponibilité de l'information, seront étudiés pour mieux apprécier la comparaison entre le marché des changes marocain et l'expérience française en matière de change, d'une part et le marché des changes marocain avec celui d'un pays à économie similaire, à savoir la Tunisie, d'autre part.

IV) L'impact de la réforme du système financier sur le développement des opérations de change au Maroc.

Les réformes, instituées en France et au Maroc, avaient pour finalité de mettre en place un système financier plus attractif et qui répond aux besoins des acteurs de ce marché. Ces besoins des différents intervenants sont toujours en évolution et constamment changeants. Ce qui par conséquent nécessite une nouvelle organisation des marchés de capitaux. La modification de la structure du marché des changes français a entraîné des changements très profonds sur l'organisation des opérations de change effectuées avec l'étranger. Au Maroc, la réforme du système financier a permis la mise en place pour la première fois de certains marchés de capitaux qui ont été à l'origine de la libéralisation et du développement des opérations monétaires et financières.

Dans le cadre de cette réforme, les acteurs du marché des changes marocain jouent maintenant un rôle de plus en plus actif. En effet, la banque centrale n'a plus le monopole de cotation du dirham marocain contre devises ainsi que de la gestion des placements des devises, car les banques intermédiaires agréées peuvent placer l'excédent de la trésorerie soit entre elles soit auprès des banques étrangères. Elles peuvent aussi proposer à leurs clientèles des cours (acheteurs et vendeurs) mais à l'intérieur de la fourchette de 0.6%. Cependant, les autres opérateurs avec l'étranger peuvent actuellement négocier librement avec les banques de la place les meilleurs cours (au comptant et/ou à terme). L'office des Changes, autorité de contrôle, pratique un post-contrôle, ce qui a éliminé, en partie la « lenteur administrative ».

L'évolution du système financier marocain et le développement du marché des changes marocain ont entraîné des changements au niveau de fonctionnement et de l'organisation de la salle des marchés. Cette dernière, qui constitue le noyau du marché des changes, est organisée en fonction des spécificités de chaque marché des changes.

En effet, la structure globale des salles de marchés au Maroc, qui est différente de celle des salles de marchés en France, émane des particularités du marché, tant au niveau des moyens logistiques et de la formation des cambistes, qu'au niveau des relations de la banques avec la clientèle privée. L'organisation du marché des changes, et par conséquent de la salle de marché au Maroc, dépend, certes, de la déréglementation et de la libéralisation des opérations de change, mais aussi, des moyens logistiques mises en œuvre pour accéder sûrement et rapidement à l'information et être proche à toute la clientèle. Afin de mieux réussir cette fonction, les salles des marchés doivent être mieux outillées et les traders mieux formés et bien informés.

L'instauration d'un marché des changes au Maroc a modifié complètement l'organisation des opérations de change. D'abord par la centralisation de la cotation du MAD contre devises, opération qui était monopolisée par la banque centrale. Ensuite, par la création de deux compartiments, à savoir le marché au comptant et le marché à terme (avec un délai de couverture d'une année pour les opérations commerciales et financières). Et enfin, à travers l'autorisation accordée aux banques de traiter des opérations de changes avec l'étranger, d'une part en effectuant des opérations d'arbitrage et de spéculation. Les banques ont mis en place des salles de marchés suffisamment équipées afin de mieux servir leur clientèle et réaliser des gains importants. Un nouveau métier, à savoir le cambisme international, a modifié, en partie l'organigramme des banques. Les cambistes, qui représentent l'interface entre leurs banques et leur clientèle, sont devenus les plus importants opérateurs sur les marchés des capitaux.

Dans l'ancien système, les banque marocaines n'avaient aucun rôle dans la détermination des cours, alors qu'en même temps, les intermédiaires des marchés de changes étrangers étaient particulièrement actifs sur les marchés internationaux des changes. En effet, au Maroc, c'était Bank Al-Maghrib qui calculait quotidiennement les cours officiels (acheteur et vendeur) du MAD sur la base du panier qui constitue le MAD, puis elle communiquait, chaque semaine, les cours de change pour les opérations de change manuel. La date de valeur des opérations entre la banque centrale et les banques intermédiaires agréées était calculée sur la base de « J+3 » ouvrés, ce qui ne correspondait pas à la pratique du marché internationale, soit « J+2 » ouvrés. En conséquence, les banques transmettaient leurs ordres d'achat et de la vente la veille du jour d'exécution soit « J-1 » puis les ordres définitifs le jour « J ». En outre, le jour de la transmission de l'ordre, ni les banques ni leurs clientèles ne connaissaient le cours des changes relatifs à leurs opérations. L'institut d'émission ne le communiquait que tardivement le lendemain « entre 16h:00 et 18h:00 », soit le jour « J+1 » au GPBM qui le transmettait aux différentes banques.

Ces pratiques étaient doublement préjudiciables pour les opérateurs avec l'étranger. D'un côté, les banques étaient exposées à des risques non négligeables qui se manifestaient par l'application, à la clientèle, du cours de change en vigueur le jour de l'exécution de la transaction, sachant que ce cours sera compensé par Bank Al-Maghrib sur la base du cours du lendemain. D'un autre côté, les banquiers étaient souvent placés dans une situation inconfortable et ce lorsqu'ils étaient interrogés par leurs correspondants ou investisseurs étrangers, sur la cotation du dirham par rapport à telle ou telle devise. Cette situation était incomprise et difficilement acceptable pour les opérateurs étrangers, notamment après l'adhésion du Maroc à l'article VIII des statuts du FMI en 1993. En outre, les banquiers ne pouvaient pas faire d'analyse de marché (chartiste, fondamentale ou de test d'efficience) et ce en l'absence de cotation au comptant « J+2 » et d'un marché à terme, d'une part, et du rôle passif joué par les

banquiers intermédiaires agréées entre la banque centrale et les entreprises opérantes dans le commerce international, d'autre part.

L'institution du MMDC le 03 juin 1996 a modifié la structure des opérations de change du Maroc. En effet, depuis cette date, les banques opèrent entre elles, avec l'institut d'émission et depuis le 24 janvier 1997 avec les banques étrangères, des opérations au comptant (J+2), à terme (contrat à terme sec et swaps pour une année) et de trésorerie pour leur propre compte et celui de leur clientèle. Bank Al-Maghrib cote les cours du MAD avec une marge de 0,6% et les banques peuvent acheter et vendre des devises à leurs clients à des cours égaux ou à l'intérieur de la marge fixées par la banque centrale moyennant le versement d'une commission 0,2% à l'Office des changes. La commission ne s'applique pas aux transactions bancaires sur le marché interbancaire et étranger, et entre une banque étrangère et l'institut d'émission, elle concerne uniquement les opérations qui passent par le MAD.

V) La structure de la salle des marchés au Maroc.

Depuis l'instauration du marché des changes, les banques ont mis en place leurs salles des marchés pour mieux servir les différents opérateurs avec l'étranger. Au Maroc, comme en France et en Tunisie, la salle des marchés ne constitue que l'un des trois pôles qui interviennent sur les marchés des capitaux. En plus du front office, deux autres pôles, fonctionnant en dehors de la salle des marchés, à savoir le middle office et le Back office. Grâce à l'innovation financière et aux progrès technologiques en matière de télécommunication et informatique, les banques au Maroc sont aussi équipées que celles qui opèrent sur le marché des changes français.

Afin d'accompagner cette nouvelle organisation et former son nouveau personnel pour ce nouveau métier, les banques ont « recyclé » d'anciens banquiers qui ont effectué des stages à l'étranger et reçu des formations grâce à des experts étrangers invités au Maroc. Les banques ont opté également pour le recrutement des lauréats des écoles et universités, notamment françaises, voire même des cambistes étrangers expérimentés. En France, à titre d'exemple, il existe plusieurs écoles supérieures privées et publiques ainsi que des centres de recherches universitaires qui contribuent à la formation des cambistes et des analystes des marchés des capitaux.

Le marché marocain des changes au comptant entre la progression et la régression

Le marché des changes au comptant (Spot) est le marché sur lequel l'échange des devises a lieu dans les 48 heures ouvrées (J+2). Ce marché fonctionne en continu, 24 heures sur 24. Le marché au comptant international était, dans les années 1990, le plus important compartiment du marché des changes. Depuis le milieu des années 2000 jusqu'à nos jours, la part du marché spot dans le marché des changes ne cesse de diminuer, passant de 54% en 2006 à 32% en 2015. Cette baisse est expliquée notamment par le développement et l'apparition de nouveaux produits de couverture contre le risque de change.

Sur le marché des changes français, en plus du marché au comptant, il existe un marché des changes à terme, où on trouve les contrats à terme sec et les opérations de swaps, et un marché des produits dérivés qui comprend les options de change et les futures. Si la part du marché au comptant a diminué c'est au profit des deux autres compartiments. La baisse de la part du spot sur le marché des changes marocain et sur le marché des changes tunisien s'est réalisée eu profit du marché des changes à terme.

L'étroitesse des deux marchés des changes, a fait que, et contrairement au marché des changes français, cette baisse ne s'est pas effectuée au profit des opérations de swaps, qui présentent plusieurs avantages en terme de couverture contre le risque de change, mais plutôt au profit des contrats à terme sec, qui constituent presque 100% des opérations de change à terme. Le marché des changes à terme (forward market) est, comme le marché au comptant, un marché non localisé. Il permet de fixer immédiatement le cours auquel s'échangeront des devises livrées à une date future. Cet échange a lieu dans un délai supérieur à 48 heures ouvrées. Ce marché comprend le marché à terme sec et le marché des swaps.

Avant 2013, lorsqu'un opérateur avec l'étranger désirait effectuer une couverture contre le risque de change relatif à une opération commerciale dont le délai dépassait les 90 jours, 150 jours par exemple, son cambiste se trouvait dans l'obligation de lui appliquer ce que les traders appellent "le terme-terme". C'est à dire que le ca

mbiste effectuait deux opérations de contrat à terme sec pour deux périodes différentes; la première est pour une durée de 90 jours, afin de respecter la réglementation en vigueur, et une fois ce délai expiré, le cambiste élaborera un autre contrat à terme sec pour les jours qui restent (soit 60 jours), mais sur la base du nouveau cours de change et de nouveaux taux d'intérêt (créditeur et débiteur) qui peuvent être défavorables pour le client de la banque intermédiaire agréée. Au fur et à mesure que la durée augmente, le nombre d'opérations augmente également, également, c'est à dire qu'on peut répéter cette opération plusieurs fois jusqu'à atteindre l'échéance désirée par le client de la banque.

Le prolongement de la durée à une année a certes résolu une partie des problèmes, mais pas la totalité puisque d'autres opérations, d'import/export ou de prêt/emprunt, utilisent toujours que terme-terme. En conséquence, et avec cette nouvelle mesure, la couverture totale du risque de change n'est pas encore arrivée à terme. En outre, la technique de couverture contre le risque de change la plus sollicitée reste le contrat à terme sec, tandis que les opérations de swaps sont rarement utilisées par les opérateurs du marché des changes marocain au même titre que ceux du marché tunisien des changes. La quasi-absence des swaps sur ces deux marchés est expliquée, d'une part, par la faiblesse des opérations sur les deux marchés, autrement dit par l'étroitesse du marché. D'autre part, par le nombre limité des opérateurs. En effet, le swap par définition veut dire échange, or, sur les deux marchés, il est difficile de trouver un contrepartiste de la même devise et de la même échéance. En outre, il existe une faible coopération entre les banques sur le marché des changes marocain notamment, ce qui rend difficile l'utilisation des swaps.

Le marché des changes n'est pas une fin en soi, son importance réside dans l'usage de ses instruments financiers pour des opérations commerciales ou financières et l'efficacité dépend de la moralité et des qualifications professionnelles des acteurs qui l'animent. En effet, les instruments financiers utilisés dans les marchés des changes mondiaux ont deux finalités essentiellement. La première est relative aux opérations commerciales (importations, exportations...) et la deuxième se rapporte aux opérations financières (arbitrage, spéculation, prêts et emprunts de devises,....). Sur les marchés des changes des pays développés, l'importance est accordée notamment à la deuxième raison, puisque le marché des changes international représente plus de 100 fois le commerce international. Les opérations effectuées sur le marché des changes marocain, par contre, traduisent exclusivement la première finalité. Ainsi ce marché reste adossé

essentiellement aux opérations de la balance des paiements et ce en l'absence de la spéculation et de produits dérivés.

L'inexistence de cette référence ne permet pas aux banques marocaines intermédiaires d'offrir des couvertures de risque de change à terme très avantageux. Donc l'élaboration d'une courbe de taux d'intérêt du dirham allant du j/j à des échéances plus longues doit précéder la mise en place d'un marché des changes à terme plus dynamique. En effet, l'existence d'un véritable marché des changes à terme et d'un marché des produits dérivés nécessite d'abord au préalable un marché monétaire fiable et transparent. En outre, les opérations de swaps sont rarement utilisées par les banques marocaines bien qu'elles soient autorisées par Bank Al-Maghrib depuis la mise en place du marché des changes marocain. L'utilisation des swaps apporte un complément plus appréciable que les contrats à terme sec en matière de couverture du risque de change.

es importateurs, contrairement aux exportateurs, appréhendent deux sortes de variations susceptibles d'accroître leurs changes : soit la dépréciation de la monnaie nationale ou l'appréciation de la devise étrangère, soit les deux mouvements de sens contraire. En utilisant le contrat à terme sec, les importateurs cherchent à se couvrir contre le risque de change. Le trader de la banque, pour couvrir cette opération contre le risque de change, doit nécessairement emprunter la monnaie nationale, avec un taux d'intérêt connu à l'avance, pour acheter la quantité de devises demandée par son client, qu'il placera moyennant un taux d'intérêt. Ainsi, le coût de cette couverture à terme dépend du cours achat au comptant de la devise traitée et de la différence entre le taux d'intérêt du prêt de cette devise et du taux d'intérêt de l'emprunt de la monnaie domestique. Par contre l'utilisation des swaps sera bénéfique et pour le trader, puisqu'il n'empruntera pas la monnaie nationale, et pour l'entreprise qui va acheter la devise à un cours moins cher.

En 2016, le taux de bancarisation au Maroc était de 65%, alors qu'en France, il est de 99,8%. Cela montre, non seulement la différence au niveau du volume des opérations effectuées par l'intermédiaire des banques, mais aussi et surtout, la différence au niveau de la culture financière. En effet, les entreprises marocaines ont une culture plus administrative que libérale et les pratiques administratives sont toujours ancrées dans les comportements quotidiens des acteurs du marché des changes marocain. Donc, sept années d'existence ne sont pas suffisantes pour les clients des banques s'adaptent aux nouvelles données économiques internationales, de démystifier et d'appliquer les techniques et les instruments financiers qui sont utilisés par les cambistes sur les marchés de changes des pays développés et sur les marchés des produits dérivés internationaux.

VI) Le Marché des changes face à la convertibilité libre du dirham.

Le marché des changes marocain, malgré son étroitesse et en l'absence d'un marché monétaire élargi, peut répondre aux demandes de couvertures contre le risque de change, ce qui représente un acquis important pour les opérateurs avec l'étranger. Seulement, l'inconvénient du change à terme c'est qu'il écarte toute éventualité d'un gain de change. Dans ce cas de figure, le succès des produits dérivés, notamment les options, s'explique par l'adaptation à ce genre d'opérations. En effet, l'option de change donne à son acquéreur le droit d'acheter une quantité de devises à un cours et à une date choisie à l'avance. Le cours ainsi prédéterminé pour l'achat de devises moyennant une prime. L'avantage est, contrairement aux autres techniques de couverture à terme qui permettent de figer le cours de change jusqu'à l'échéance, que l'option donne la possibilité à son acquéreur soit de ne pas l'exercer et de bénéficier par conséquent du

cours comptant s'il est plus favorable que le cours garanti, soit de la revendre à tout moment lorsque l'évolution des cours ne lui est pas favorable ou tout simplement en cas de non-réalisation de la transaction commerciale. L'option s'adapte parfaitement aux opérations d'appel d'offre internationales lorsque le soumissionnaire n'est pas sûr d'être admis à l'adjudication. Elle est également avantageuse pour un importateur qui n'est pas sûr de la date de livraison, dans ce cas, il peut exercer son option de change à n'importe quel jour de l'échéance.

La mise en place des options et des futures...nécessite, au préalable, l'organisation de compartiments spécialisés, chose qui est difficile à instaurer au Maroc, surtout dans l'absence d'une libéralisation totale du MAD. En effet, le MAD reste tributaire d'un panier composé de deux devises internationale, à savoir l'Euro (60%) et l'USD (40%). Si le marché à terme nécessite au préalable un véritable marché monétaire et obligataire, les produits dérivés ont également besoin, entre autres, d'un marché financier plus dynamique et plus attractif pour les différents intervenants nationaux et étrangers. Ce qui n'est pas réalisé dans l'immédiat au Maroc. Parler de la déréglementation et du développement du marché des changes marocain nécessite, certainement, dans le contexte actuel, d'une part, une libéralisation des opérations de change, et ce au niveau de la fiscalité, du choix des instruments de la politique monétaire et à travers la création et l'utilisation des différents instruments de la couverture contre le risque de change, d'autre part, cela nécessite une intervention plus active des différents intervenants du marché des changes marocain.

Le développement du marché des changes marocain ne nécessite peut être pas, dans l'immédiat, la mise en place d'une convertibilité totale du MAD, mais surtout de nouvelles mesures de libéralisation des opérations de change en particulier et une libéralisation des marchés de capitaux en général. La convertibilité libre du MAD est un grand pas vers l'internalisation, mais, qui n'est pas sans risque et les autorités monétaires du Maroc préfèrent élargir le champ de parité qui était fixé à 6%, surtout que la réserve en devise est de 8,6 mois à la fin de 2016.

Référence :

- 1) Jean-David Avenel (Auteur), Max Peyrard, L'essentiel du risque de change et de ses instruments de couverture, Edition Gualino, 2016.
- 2) d'Arvisenet, Philippe (2008), Finance internationale, Collection Gestion Sup, Dunod, 2ème édition
- 3) Rime, D. & A. Schrimpf (2013), « Anatomie du marché mondial des changes à la lumière de l'enquête triennale 2013 », Rapport trimestriel BRI, décembre.
- 4) ZIADI N., ABDALLAH A. (2007), « Taux de change, ouverture et croissance économique au Maghreb », Colloque international : Enjeux économiques, sociaux et environnementaux de la libéralisation commerciale des pays du Maghreb et du Proche-Orient, Rabat – Maroc, 19-20 octobre 2007.
- 5) ABDELOUAHAB M. Z. (2008), « Crises de change contagieuses et régimes de change : Quelles leçons pour les économies émergentes du MENA ? », Colloque international Ouverture et émergence en méditerranée, Rabat, 17-18 octobre 2008.
- 6) ALOUI C., BOUANANI N. (2003), « Interdépendance et co-mouvements des marchés de capitaux des pays arabes de la région du Moyen Orient et d'Afrique du nord : Un essai d'investigation empirique », ERF Working Papers, n° 200316.
- 7) Jacques de Larosière, 50 ans de crises financières, Odile Jacob, 2016
- 8) Mohamed Benjelloun, l'instauration du marché des changes marocain, AEM, 1997.
- 9) M. DEBEAUVAIS et Y.SINNAH, la gestion globale du risque de change, Economia, 1992.